

学校编码: 10384
学号: 17620061151297

分类号_____密级_____
UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

信息不对称与我国上市公司的资本结构
——基于市场微观结构理论的实证研究

Asymmetric Information and Capital Structure
in our Country: An Empirical Research Based on Market
Microstructure Theory

陈燕鸣

指导教师姓名: 屈文洲教授

专 业 名 称: 企 业 管 理

论文提交日期: 2009 年 4 月

论文答辩时间: 2009 年 月

学位授予日期: 2009 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2009 年 月

信息不对称与我国上市公司的资本结构——基于市场微观结构理论的实证研究

陈燕鸣

指导教师: 屈文洲教授

厦门大学

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学博士论文摘要库

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博士论文摘要库

摘 要

随着资本结构（即财务杠杆）的研究越来越深入，现有资本结构理论被发现存在一些不足，它们都不能很好的解释现实中的公司资本结构，或只能解释部分行为。追其原因，他们大多数从影响资本结构的公司自身因素出发对资本结构的选择行为进行解释，忽略了外部资本市场的许多重要因素。随着研究的不断深入以及受相关财务金融理论发展的影响，资本结构理论不断得以充实与拓展。基于市场微观结构的理论和方法对资本结构理论进行完善和拓展起着重要的作用，成为资本结构研究的新趋势。

基于以上考虑，本文选用基于市场微观结构的信息不对称作为研究对象，研究外部市场环境的不同对我国上市公司资本结构的影响。借助市场微观结构理论的一些方法和模型来研究我国上市公司资本结构的现象，结果会更接近于现实情况。

另外，本文对于信息不对称的衡量与一般的衡量指标不同，本文利用主成分分析方法构建了一个综合指标来衡量信息不对称，这样的指标更能排除其他非信息因素的影响。然后把这个综合指标用于资本结构的研究，最后本文得出以下结论：

（1）证券市场的信息不对称是影响我国上市公司资本结构的重要因素，不同信息不对称程度的公司，外部融资所使用的债务比率有较显著的差异性。

（2）信息不对称与公司的资本结构正相关，信息不对称越大，公司的资本结构相对越高。因为相对于信息不对称小的公司，信息不对称大的公司股权成本较高，从而更符合债务→权益的融资顺序。

（3）虽然信息不对称严重的情况下，相对来说上市公司会更偏向于债务融资，但我国仍然存在股权融资偏好的现象，并没有呈现明显的债务→权益的融资顺序，这是由于我国金融市场不完善所致。

关键词：信息不对称；资本结构；市场微观结构

厦门大学博硕士论文摘要库

Abstract

With the development of capital structure researches, the existing capital structure theories were discovered more and more questions, They all could not explain capital structure questions in reality very well, or only can explained partial questions. It was because that most researches study capital structure behaviors from their own characteristics, ignored many important capital market's elements. With the development of researches as well as affected by correlative theories, the capital structure theories are enriching and developping. The models and methods based on Market microstructure plays very important roles in capital structure's development and improvement , and it is the new tendency in capital structure study.

Based on considerations above, our research chose asymmetric information of market microstructure to be our objective, using a novel information asymmetry index, based on measures of adverse selection developed by the market microstructure literature, we test if information asymmetry is an important determinant of capital structure decisions, and how it affects capital structure. The study based on market microstructure will lead our results close to reality more. This article draws the following conclusions:

(1) We find that asymmetric information in stock market is important – albeit not the sole – determinants of the financial leverage of companies of our country over the last three years. Different asymmetric information is related to different financial leverage rate, and the difference is significant.

(2) We also find that asymmetric information is positive related to capital structure, the more information asymmetric, the higher financial leverage. These findings are robust to controlling for conventional leverage factors (size, Q ratio, tangibility, profitability, country, institu). It is because that, considered to companies with large asymmetric information costs, the low asymmetric information companies will use more debt to cover the financing deficits, so it is close to the pecking order theory in this perspective.

(3) Although asymmetric information is positive related to capital structure, the

phenomenon of preferring to equity is objective existence. It is because that our capital market is imperfect.

Key Words: Asymmetric information; Capital structure; Market microstructure

厦门大学博硕士论文摘要库

目 录

第一章 绪论	1
第一节 研究背景	1
第二节 研究意义	3
(一) 研究的理论意义.....	3
(二) 研究的实践意义.....	4
第三节 论文的研究思路与内容	4
(一) 研究思路.....	5
(二) 研究内容.....	5
第四节 本文的创新点	7
第二章 研究综述	8
第一节 现代主流资本结构理论及其不足	8
(一) MM 理论	8
(二) 权衡理论.....	9
(三) 基于代理成本的资本结构理论.....	9
(四) 基于信息不对称理论.....	10
(五) 现代主流资本结构理论的不足.....	11
第二节 市场微观结构理论在资本结构理论中的运用	12
(一) 资本结构理论的新趋势.....	12
(二) 市场微观结构理论在资本结构理论中的研究现状.....	13
第三节 信息不对称为核心的融资理论实证研究	14
(一) 资本结构影响因素研究.....	14
(二) 信息不对称与资本结构研究综述.....	17
第三章 我国信息不对称与资本结构现状	21
第一节 我国上市公司信息不对称现状	21
(一) 信息不对称概述.....	21
(二) 证券市场信息不对称现象描述.....	21
第二节 我国上市公司资本结构现状	23

(一) 公司资本结构现状描述.....	23
(二) 公司资本结构的变化.....	25
(三) 公司资本结构的特点分析.....	25
第四章 研究假设与研究设计	27
第一节 研究假设	27
(一) 假设 1: 信息不对称是影响公司融资选择的重要因素.....	27
(二) 假设 2: 信息不对称与公司资本结构正相关.....	27
(三) 其他的解释变量与公司资本结构的期望关系.....	28
第二节 样本选取与数据来源	30
第三节 主要指标设计与计量	31
(一) 信息不对称指标.....	31
(二) 其他指标解释.....	37
第五章 实证研究结果和分析	38
第一节 对优序融资理论假设的检验: ASY 是否影响资本结构	38
(一) 实证研究方法.....	38
(二) 信息不对称指标的实证研究及分析.....	39
第二节 资本结构回归: ASY 与资本结构的关系	44
(一) 实证研究模型.....	44
(二) 资本结构回归实证结果及分析.....	44
第三节 实证检验	45
(一) 内生性检验.....	45
(二) 稳健性检验.....	47
第六章 结语	49
第一节 本文的主要结论	49
第二节 政策建议	50
第三节 研究的局限性和后续研究的展望	52
[参考文献]	54
后 记.....	59

Contents

Chapter 1 Introduction.....	1
Section 1 Background of the Research.....	1
Section 2 Implications of the Research	3
1. Theoretical Significance	3
2. Practical Significance.....	4
Section 3 Method and Contents of the Research.....	4
1. Research Method	5
2. Research Contents.....	5
Section 4 The Creation of the Research	7
Chapter 2 Literature Review	8
Section 1 Main Capital Structure Theory and Its defect.....	8
1. MM Theory	8
2. Trade-off Theory	9
3. Agency Cost-Based Capital Structure Theory	9
4. Asymmetric Information-Based Capital Structure Theory	10
5. Capital Structure Theory's defect	11
Section 2 Market microstructure-Based Capital Structure Research	12
1. The New Trend of Capital Structure Theory.....	12
2. Employ Market microstructure Theory in Capital Structure	13
Section 3 Empirical Research of Asymmetric Information	14
1. Research of Capital Structure's Determining Factors.....	14
2. Asymmetric Information and Capital Structure	17
Chapter 3 Asymmetric Information and Capital Structure in China	21
Section 1 Asymmetric Information Situation	21
1. Overview Asymmetric Information	21
2. Description of Stock market's Asymmetric Information	21
Section 2 Capital Structure Situation.....	23

1. Description of Capital Structure Situation	23
2. The Development of Capital Structure	25
3. The Ananysis fo Capital Structure Characteristic	25
Chapter 4 Research Design and Questionnaire Design.....	27
Section 1 Questionnaire Design	27
1. Q1:Asymmetric Information Affect Capital Structure.....	27
2. Q2: Asymmetric Information and Capital Structure Positive Related.....	27
3. The Relation of Capital Structure and Other Explanatory	28
Section 2 Sample Selece and Data Sources	30
Section 3 Main Index Design	31
1. Asymmetric Information Index.....	31
2. Other Index	37
Chapter 5 Results Discussion and Practice Suggestions	38
Section 1 Test for Pecking Order Theory.....	38
1. The Mothod of Empirical Research	38
2. The Empirical Research of Asymmetric Information Index.....	39
Section 2 The Regression Analysis of Financial Leverage.....	44
1. The Model of Empirical Research	44
2. The Regression Results.....	44
Section 3 Practice Test	45
1. Test for Endogeneity	45
2. Test for Robustness	47
Chapter 6 Conclusion	49
Section 1 Summary and Contributions of the Research	49
Section 2 Suggestions	50
Section 3 Limitations and Suggestions for Future Research	52
Reference.....	54
Postscript	59

第一章 绪论

本章首先介绍论文的研究背景和目的。由市场微观结构理论和资本结构理论的发展可以看出，资本市场信息不对称概念的引入，产生了大量的研究成果，很大的推动了现代融资理论的发展，但也带来了许多争论。很多研究表明，我国股权融资偏好的现象与经典的优序融资理论不符，但从微观市场角度来看，权益的信息不对称成本使公司选择权益的成本提高，公司在某个层面上来看应该是符合优序融资理论。到底信息不对称与资本结构之间有什么样的关系，本文对此进行了研究。

第一节 研究背景

资本结构是目前我国公司财务研究的主流方向之一，其传统的研究框架是一般均衡理论，即市场中没有交易成本，信息对称，交易者的一致预期等假设是目前主流研究的出发点。他们大多从影响资本结构的部分因素出发对公司资本结构选择行为进行解释，忽略了外部资本市场的许多重要因素，导致其解释能力通常是有限的，都不能很好的解释现实中的公司资本结构问题，或只能解释部分问题。随着研究的深入以及受相关财务金融理论发展的影响，资本结构理论不断得以充实与拓展。

市场微观结构理论是金融研究的一个新领域，市场微观结构涉及流动性，波动性，信息不对称等多方面的内容。传统的金融市场研究往往把金融资产价格作为一个宏观现象加以考察，从 H.Demsetz（1968）发表《交易成本》后，对资产价格的考察转而关注金融市场内在的微观基础和资产买卖报价的价差关系。目前发展比较快的是运用市场微观结构理论的相关模型来分析和研究其他金融领域的问题。如运用市场微观结构理论来研究公司资本结构的问题就是其中之一。市场微观结构和资本结构两大理论相互融合的机理在于：市场微观结构理论通过市场流动性和私有信息等因素的研究尝试修正传统资本结构理论的研究，并藉此影响公司的市场价值与发展战略；而公司的金融决策活动则通过改变证券交易所、信息结构等影响到信息进入证券价格的过程，从而影响证券交易所依赖的市场微观结构。因此，基于市场微观结构理论对资本结构理论进行完善与拓展成为新的研究趋势。

私有信息(即信息不对称,本文所讨论的信息不对称是指股权的信息不对称)是证券市场非常重要的因素,同时也是影响公司行为的重要因素,作为连接证券市场与公司财务的桥梁,从证券市场的私有信息角度出发研究资本结构的问题具有很大的理论意义和现实意义。信息不对称现象广泛存在于社会的各个领域,它是由加州大学的阿克洱咯夫(Akerlof, 1970)^[1]、斯坦福大学的斯宾塞(A Michael spence, 1973)^[2]和哥伦比亚大学的斯蒂格利茨(JosePh E. stiglitz, 1970)^[3]首次提出。由信息不对称导致的各种问题和风险,在中国这样向市场经济转型的发展中国家尤为突出和严重。在中国证券市场成立十多年来,面临着严重的信息不对称,影响了证券市场的有效性。一般而言,市场只给我们提供了价格方面的信息,在其他信息的分布上存在严重的不对称现象。证券市场上流通股的年平均换手率比美国等发达国家高出很多,为什么会产生如此众多的噪声交易?信息不对称应该是造成股市过多噪声交易进而导致股市不能反映经济发展的因素之一^[4]。

证券市场上的信息不对称大量发生在政府与上市公司之间、上市公司与股东之间、市场交易中的资金雄厚大机构和众多散户之间。也即在证券市场上,根据是否具有信息优势,投资者被分为知情交易者和非知情交易者。由于知情交易者的存在,引发了逆向选择问题,即未知情交易者在交易的时候需要获得更高的溢价来补偿自身的交易,也即信息的不对称会影响资本的成本,从而影响公司对融资决策的选择。但是,我国普遍存在股权融资偏好的现象,股权的信息不对称似乎没有让我国的筹资者更偏好于债务融资,我国上市公司的资本结构表面上完全不符合内部资金-债务-权益的优序融资理论(Myers, Majluf, 1984)^[5]。

基于以上所述的矛盾现象,本文试图从“市场微观结构理论”的角度,让我们可以从更微观的层面来分析研究信息不对称情况下我国上市公司的融资行为和资本结构的实质情况。我国上市公司信息不对称是否影响融资成本进而影响公司的资本结构?上市公司信息不对称怎样影响公司的资本结构以及我国公司资本结构现状是否完全不符合优序融资理论?以上面的疑问为出发点,借助市场微观结构理论的一些方法和模型来研究我国上市公司资本结构的现象,这样的研究结果会更接近于现实情况,更具有理论和实践意义,同时这也是我国开展财务学研究的另一个重大领域。本文也希望通过以点带面,从我国公司财务研究领域的核心问题之一——资本结构出发,用全新的研究方法和研究思路(市场微观结构理

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库